

省外项目再落子,新旧模式结合助推水质监测业务腾飞

——理工环科（002322）事件点评

2017 年 2 月 10 日

强烈推荐/维持

理工环科

事件点评

事件:

公司公告, 中标河南省 61 个省级断面水质直管站运维项目, 中标金额为 952 万元/年, 5 年运维权合同累计金额为 4760 万元。

主要观点:

1. 新旧模式水质监测项目持续落地, 保守估计 2017 年年底公司在手站点将达到 800-1000 个

目前水质监测项目一般分为两种模式:

1) 传统“设备销售+运维服务招投标”模式, 设备生产商将设备一次性销售给政府部门, 后续运维服务采用每年单独招投标的模式进行。公司此次中标的河南省 61 个省控站点运维项目即是采用传统模式, 单个站点运维服务费为 15.61 万元/年, 毛利率为 50%-60%, 预计该项目可贡献净利润 400 万元/年左右。

2) 公司首创的“数据采购服务费+后续项目跟标”模式, 即不销售设备、只提供数据采购服务(类似于 PPP 模式), 但是一旦通过验收, 后续项目一般采用跟标。公司在手新模式站点(新建+运营)数量合计超过 300 个(台州 150 个左右、绍兴 118 个、省外还有一些), 目前在手项目单个站点服务费为 15 万/年左右, 折旧+运维成本合计为 6-7 万元/年, 毛利率接近 60%、净利率接近 40%。我们预计到 2017 年年底公司在手站点数量将达到 800-1000 个, 按照单个站点净利润为 5-6 万元/年计算, 全部建设完成后仅运维服务即可贡献净利润 4000-6000 万元/年。

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

联系人: 刘博

010-66555481

liubo_yjs@dxzq.net.cn

联系人: 于洋

010-66555445

yuyang_yjs@dxzq.net.cn

联系人: 庞天一

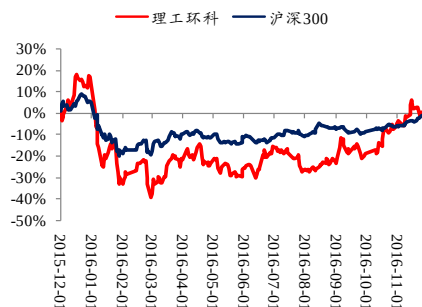
010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	13.33-27.05
总市值 (亿元)	88.13
流通市值 (亿元)	62.67
总股本/流通 A 股 (万股)	40132/28538
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.99

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《环保行业 2017 年投资策略: 效果化为核心、PPP 为抓手, 布局优质细分领域》2016-12-21
- 2、《理工环科 (002322) 深度报告: 台州模式待推广, 环保、电力数据运营服务平台再起航》2016-12-1

2、尚洋环科市场预期较低，若补强上游设备制造环节水质监测业务有望超预期

尚洋环科被公司收购以来，由于新模式推广进程不达预期、缺乏核心研发生产技术等原因，业绩释放低于此前收购时的业绩承诺，造成市场对公司水质监测业务的预期较低。我们分析认为：1）2016 年年底台州模式通过验收后，浙江省内外新模式推广速度明显加快，新模式项目加速落地；2）为了解决尚洋环科研发水平的短板，公司也在积极寻求其他途径，未来不排除通过收购或者合作的方式获得核心设备研发和生产技术。因此，项目持续落地+解决技术短板，尚洋环科业绩有望超出市场预期。

3、收购方案设计精妙+在手订单饱满，碧蓝环保业绩大概率超预期

2016 年 9 月，公司公告以 3.61 亿现金收购湖南碧蓝环保科技股份有限公司 100%股权，将业务拓展至土壤修复领域。碧蓝环保成立于 2011 年，是一家专业从事重金属治理、土壤修复、废水治理、大气脱硫脱销等环保总承包的高新技术企业，具备环保建筑施工二级资质，实际控制人伍卫国曾是永清环保的副总经理，在行业中积累了较为深厚的人脉、资金、项目、政府等资源。我们梳理整个收购方案，其中值得关注的有 3 点：

1) 85%交易对价(税后)强制要求碧蓝环保购入公司股票, 变相实现股权激励。3.61 亿交易对价分为首付(15%)和余款(85%), 余款部分将于 2016 年 12 月 31 日前付清, 而碧蓝环保承诺将收到的余款(合计 3.07 亿元)在三个月内全部用于在二级市场或者其他方式买入公司股票, 购买完成后可向第三方提供质押担保。如果碧蓝环保 2016、2017 年实际净利润达到四年合计业绩承诺的 80%, 或者 2016、2017、2018 年实际净利润达到四年合计业绩承诺的 100%, 则当期可解锁质押股份总数的 15%。

2) 赏罚分明, 碧蓝环保净利润 CAGR<15%可要求 100%股权回购。根据收购方案, 2016-2019 年如果碧蓝环保净利润 CAGR>30%, 则累计超过部分将以现金方式奖励给碧蓝环保管理层; 若 CAGR<28%, 则碧蓝环保需进行利润补偿, 具体补偿数额根据未达承诺程度确定; 若 CAGR<15%, 则公司可要求碧蓝环保回购 100%股权。

3) 业绩考核条件严格, 注重实际增长质量。如果当期确认的收入未能在年度结束后的 3 个月内实现回款, 则需将未实际回款的收入从确认收入中调出。

表 1: 收购方案中的利润承诺和业绩补偿期间(万元)

复合增长率	30%	28%	20%	15%
2016 年	3,280	3,280	3,280	3,280
2017 年	4,264	4,198	3,936	3,772
2018 年	5,543	5,374	4,723	4,338
2019 年	7,206	6,879	5,668	4,988
净利润累计	20,293	19,731	17,607	16,378

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

我们整理碧蓝环保在手订单，根据公开可查阅的信息获知，2016 年碧蓝环保新签 6 个土壤修复项目，合计金额接近 2 亿元；结合公司此前在手存量订单，预计公司在手订单合计金额约为 3-4 亿，由于大部分项目都在湖南本地，交易费用和协调成本较小，使得公司土壤修复业务的净利率高达 33%以上，同时公司在手部分土壤修复订单规模较小、工期较短（一般为 3-9 个月），释放业绩较快，因此我们预计碧蓝环保今明两年净利润规模大概率将超出业绩承诺的标准。

表 2: 湖南碧蓝 2016 年的部分新签订单

时间	项目名称	备注	金额（亿元）
2016.1	湘潭锰矿地区综合整治三期工程设计施工总承包（epc）项目	和凯天环保组成联合体中标	0.44
2016.1	桂阳县砷渣安全处置项目施工分包工程第一标段		0.1
2016.7	湘潭市岳塘区农村环境综合整治设计施工总承包（epc）项目	作为牵头人	
2016.9	湘潭市竹埠港地区企业遗留建筑垃圾综合利用处置项目		
2016.9	湘潭县农村环境综合整治整县推进政府购买服务项目		0.35
2016.9	湘潭电化科技股份有限公司柚子树尾矿库综合治理设计施工总包 EPC 项目		0.64
合计			1.53

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4、台州是土十条示范地区，多项优势助力公司将台州项目收入囊中可期

“土十条”中明确提出，2016 年底前，在浙江省台州市、湖北省黄石市、湖南省常德市、广东省韶关市、广西壮族自治区河池市和贵州省铜仁市启动土壤污染综合防治先行区建设，力争到 2020 年先行区土壤环境质量得到明显改善，有关地方人民政府要编制先行区建设方案，按程序报环保部、财政部备案。我们走访参与“土十条”政策编订的专家获知，对于土壤污染防治先行区，中央财政有望划拨补贴 10-20 亿、地方按照 1:6 的比例配套资金，那么台州单个地区治理资金规模可达到 100 亿左右。

天时+地利+人和，公司大概率将获取台州示范区项目。天时：收购湖南碧蓝后，公司将成为浙江省内较为稀缺的具备丰富土壤修复项目经验的公司，资金+经验+技术优势彰显；地利：公司深耕浙江省市场已久，子公司尚洋环科前期承接台州市五水共治项目，项目已经获得验收，公司实力获得台州市政府高度认可；人和：董事长周方洁是浙江省内土生土长的企业家，除了商人身份外，他还是知名学者和沙柳镇后周村的村主任，在浙江省内算是知名人物。周方洁在多年经商过程中，与浙江省和各地市政府之间建立了良好的信任和深厚的人脉关系，我们分析认为，公司坐拥天时、地利、人和等多项优势，获取台州示范区项目确定性较强。假设公司可拿到 80%项目规模，按照净利率 15%-18%计算，整个十三五仅该项目可贡献净利润 12-15 亿元，年均净利润为 2.4-3.0 亿元。

5、博微护城河优势依旧，稳健增长为公司提供充足安全边际

博微新技术以电力工程造价软件业务起家，市占率为 80%、毛利率为 97%，护城河优势明显，稳健增长完成 1.30/1.56 亿业绩承诺毫无压力。博微研发实力强大，目前在研发多项新型核心技术，一旦成功推向市场将为公司带来新的利润增长点。博微深耕电力行业已久，未来待国网公司重启状态检修工作后，有望与公司传统智能电网在线监测业务形成良好协同，长期来看逐步发展成为电力、环保行业数据服务运营商可期。

6、实际控制人股价高位增持，彰显对公司未来发展信心

2016 年 12 月 22 日公司公告，实际控制人之一周方洁计划在未来 3 个月内增持不超过 500 万股（最少不低于 300 万股）的股份，根据交易数据显示，12 月 22 日至 1 月 6 日期间，周方洁累计购入公司股份数量为 300.36 万股，累计金额为 0.69 亿，距离增持计划上限仍有约 200 万股的空间，平均购入成本为 23.07 元/股（2016 年下半年以来公司股价高点为 24.20 元/股）。实际控制人在股价高位增持，充分彰显其对于公司未来经营发展的信心。

结论：

公司经过夯实基础期（2000-2009 年）、高速增长期（2010-2013 年）、转型蝶变期（2014 年至今）之后，通过吸收碧蓝环保，整合尚洋环科和博微新技术，已经由传统电力在线监测设备销售商逐步转型数字运维、环保服务系统供应商：1）行业高增速+在手充沛订单+收购方案设计精妙，碧蓝环保业绩大概率超预期，同时公司有望将“土十条”台州示范区收入囊中，远期业绩高增长可期；2）尚洋环科独创“台州模式”，在浙江省“五水共治”投入力度空前的形势下，有望在浙江省内得到大力推广；3）博微新技术以电力工程造价软件业务起家，市占率为 80%、毛利率为 97%，护城河优势明显，稳健增长为公司提供充足安全边际。由于目前碧蓝环保尚未实现并表，我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 1.78 亿（备考为 2.38 亿）、2.93 亿和 3.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.44 元（备考为 0.59 元）、0.73 元和 0.95 元，对应 PE 分别为 51 倍、31 倍和 23 倍。我们维持公司“强烈推荐”评级，12 个月目标价格为 32.28 元/股，建议关注。

风险提示：

市场竞争加剧、土壤修复行业释放速度不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1023	1536	3201	3905	5891	营业收入	195	449	750	1026	1441
货币资金	739	977	2233	2643	4002	营业成本	74	216	283	407	641
应收账款	177	277	572	708	1046	营业税金及附加	3	5	9	12	17
其他应收款	8	33	55	76	106	营业费用	39	52	118	128	185
预付款项	3	6	9	13	20	管理费用	65	93	203	223	245
存货	57	214	249	381	583	财务费用	-28	-20	-23	-24	-22
其他流动资产	2	7	7	7	7	资产减值损失	-0.22	10.28	3.89	4.65	6.28
非流动资产合计	297	1726	2285	2630	2757	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	-4.02	0.00	0.00	0.00
固定资产	193.55	235.77	462.98	803.94	719.90	营业利润	43	89	157	275	368
无形资产	17	75	191	195	198	营业外收入	22.90	36.19	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.12	0.46	0.30	0.30	0.30
资产总计	1320	3262	5486	6536	8650	利润总额	65	125	197	315	408
流动负债合计	65	397	860	991	2951	所得税	5	19	15	24	31
短期借款	0	0	410	474	2314	净利润	60	106	177	291	377
应付账款	21	50	73	99	161	少数股东损益	-1	-2	-1	-1	-1
预收款项	2	75	105	146	204	归属母公司净利润	62	108	178	293	381
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	51	167	187	354	450
非流动负债合计	16	1	804	1607	1611	EPS (元)	0.23	0.35	0.44	0.73	0.95
长期借款	0	0	800	1600	1600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	81	398	1664	2598	4562	成长能力					
少数股东权益	5	3	2	1	-1	营业收入增长	-37.09%	129.71%	67.07%	36.78%	40.47%
实收资本(或股	283	406	401	401	401	营业利润增长	-60.45%	105.73%	75.83%	75.25%	34.04%
资本公积	479	1909	2787	2787	2787	归属于母公司净利	64.89%	64.58%	64.89%	64.58%	30.09%
未分配利润	447	496	523	567	624	获利能力					
归属母公司股东	1234	2861	3820	3937	4089	毛利率(%)	62.32%	51.98%	62.32%	60.32%	55.49%
负债和所有者权	1320	3262	5486	6536	8650	净利率(%)	30.92%	23.66%	23.58%	28.37%	26.20%
现金流量表						总资产净利润(%)			4.66%	3.31%	3.24%
单位:百万元						ROE(%)	4.99%	3.77%	4.66%	7.44%	9.31%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
经营活动现金流	165	155	-144	171	-19	资产负债率(%)	6%	12%	30%	40%	
净利润	60	106	177	291	377	流动比率					
折旧摊销	35.74	97.75	0.00	84.04	84.04	速动比率					
财务费用	-28	-20	-23	-24	-22	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	-295	-136	-339	总资产周转率	0.15	0.20	0.17	0.17	0.19
预收帐款的变化	0	0	30	41	58	应收账款周转率	1	2	2	2	2
投资活动现金流	-195	-333	-617	-476	-260	应付账款周转率	7.10	12.53	12.17	11.90	11.06
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	17	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.35	0.44	0.73	0.95
投资收益	0	-4	0	0	0	每股净现金流(最新	-0.19	0.31	3.13	1.02	3.39
筹资活动现金流	-24	305	2017	714	1638	每股净资产(最新摊	4.37	7.04	9.52	9.81	10.19
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	800	800	0	P/E	96.52	63.43	50.86	30.55	23.47
普通股增加	0	124	-5	0	0	P/B	5.08	3.15	2.33	2.26	2.18
资本公积增加	-1	1430	878	0	0	EV/EBITDA	108.43	48.15	42.18	23.54	19.62
现金净增加额	-54	128	1257	410	1359						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：刘博

中国人民大学经济学博士，1 年证券行业研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

于洋

香港大学工学硕士，4 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

庞天一

吉林大学环境科学硕士，3 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。